东兴证券 DONGXING SECURITIES

继续交易复苏，把握金融周期

2020 年 10 月 25 日

A 股策略 | 策略周报

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056

摘要：

我们在此前的报告《四季度展望：水落石出，交易复苏》中提出：货币政策边际收紧带来无风险利率已回升到疫情前水平，成长估值收缩还未充分反应，悲观预期已充分释放的金融和受益于经济复苏的顺周期板块具备配置价值。上周金融地产表现亮眼，前期抱团的消费、科技出现大幅回调，本质是紧货币担忧的逐步兑现。上周创业板指跌幅最大，为-4.54%，电子、医药、计算机、免税、调味品等跌幅仍较大，分别为-3.07%，-6.40%，-3.66%、-5.23%、-3.24%。银行和汽车领涨，涨幅分别为 2.13%和 1.38%，同属于金融板块的非银、地产也涨幅居前。

货币政策边际上难以进一步放松导致高估值板块的估值收缩。镜像的另一面，市场也开始担忧“紧货币”后是否出现“紧信用”。此外，四季度存量资金博弈的环境下，低估值和顺周期的配置动力依然不足。但我们认为信用暂无收紧的可能。第一、目前经济还处于结构性复苏的阶段，地产、基建是主要拉动项，消费还未恢复至疫情前水平；第二、市场担忧的“过热”短时期不会出现，CPI、PPI 同比或因基数原因上升，但不会构成政策边际收紧的原因；第三、央行表态进一步确认信用增速处于合理区间；央行调查统计司司长阮健弘 10 月 14 日表示，今年前三季度中国信贷和社融增速合理增长，还没到偏快增长的状况。从十年期国债收益率与 DR007 利差水平来看，金融市场交易者对货币政策的预期比货币政策实际水平更紧。政策收紧的预期会逐步修正，宽信用推动经济复苏斜率加速尚未反映在目前的定价中。

从估值驱动转向盈利驱动的趋势已确立，顺势而为布局低估值和顺周期。基于我们对三季报的业绩预告跟踪来看，三季报回暖速度较之中报进一步加快，Q3 单季度归母净利润增速从 Q2 的-0.39%上升到 65.22%，中游制造依旧是最大的亮点，消费中食品饮料回暖最快。配置上继续延续两条主线布局：低估值中优选银行、保险和地产；顺周期中筛选机械、汽车和化工。此外，三季报业绩大幅改善且估值处于相对低位的细分领域也具备配置价值。

十四五规划窗口临近，中长期关注十四五规划催化的主题。十九届五中全会将于 10 月 26 日至 10 月 29 日召开，“十四五”规划纲要将发布。“内循环”或成“十四五”期间重点发展方向，“科技+消费”内循环尤为重要。疫情中消费受冲击最严重且复苏缓慢，急需政策拉动。众多中国科技企业受到美国制裁，高端科技普遍面临“卡脖子”困境，国产替代势在必行，国防投入需进一步加大，高利润的高端制造领域也急需抢占。当前“十四五”规划编制进程来看，一些行业列为重点发展已较明确，包括光伏、军工、第三代半导体、新能源汽车、生物医药等。从十三五经验来看，五年规划的主题投资一般在 1 个月时间段内就会有明显反应。

风险提示:行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期。

目 录

1. 金融地产表现亮眼，前期抱团的消费、科技出现大幅回调 3
2. 信用暂无收紧可能，市场对货币政策预期较实际更紧 5
3. 从估值驱动转向盈利驱动的趋势已确立，顺势而为布局低估值和顺周期 9
4. 十四五规划窗口临近，中长期关注十四五规划催化的主题 9
5. 风险提示 10

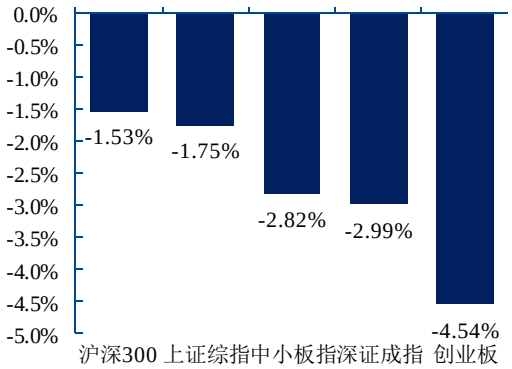
插图目录

图 1：主要指数全面下跌，沪深 300 跌幅最小-1.53% 3
图 2：金融板块上涨 0.29% 3
图 3：中信一级行业仅银行和汽车上周上涨 3
图 4：疫苗、调味品、免税上周均下跌 4
图 5：10 月推荐行业涨跌幅 4
图 6：10 月金股涨跌幅 4
图 7：9 月工业增加值同比增速边际加速 4
图 8：1-9 月固定资产投资完成额累计同比增 0.8% 5
图 9：房地产投资恢复增速有所放缓 5
图 10：房地产新开工、竣工、销售面积增速全面下行 5
图 11：基建投资 9 月同比全面下行 6
图 12：社消总额当月同比 3.3%，大超预期 7
图 13：人均可支配收入远未恢复正常水平 7
图 14：居民消费意愿恢复迟缓 7
图 15：纺织零售、商贸社服 Q3 业绩表现较弱 7
图 16：9 月 PPI 回升趋势短期受挫，9 月同比-2.1% 7
图 17：CPI 同比 9 月继续回落 9
图 18：10 年期国债收益率与 DR007 利差约为 100 个 bp 10

1. 金融地产表现亮眼，前期抱团的消费、科技出现大幅回调

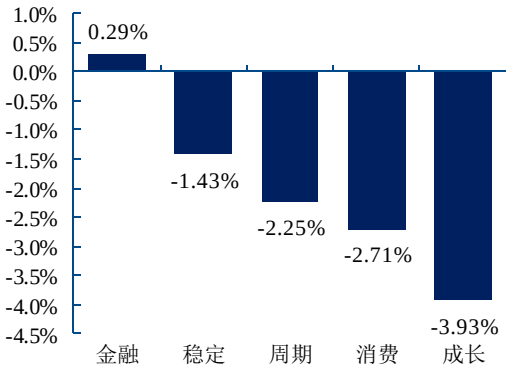
金融地产表现亮眼，前期抱团的消费、科技出现大幅回调，本质是紧货币担忧的逐步兑现。我们在此前的报告《四季度展望：水落石出，交易复苏》中提出：货币政策边际收紧带来无风险利率已回升到疫情前水平，成长估值收缩还未充分反应，悲观预期已充分释放的金融和受益于经济复苏的顺周期板块具备配置价值。上周金融地产表现亮眼，前期抱团的消费、科技出现大幅回调，本质是紧货币担忧的逐步兑现。上周创业板指跌幅最大，为-4.54%，电子、医药、计算机、免税、调味品等跌幅仍较大，分别为-3.07%，-6.40%，-3.66%、-5.23%、-3.24%。银行和汽车领涨，涨幅分别为 2.13%和 1.38%，同属于金融板块的非银、地产也涨幅居前。我们 10 月月报《四季度展望：水落石出，交易复苏》中推荐的行业组合相对沪深 300 超额收益为 1.09%，相对创业板指超额收益为 2.93%；我们在《十月金股汇：从估值驱动转向盈利驱动》中推荐的金股组合相对沪深 300 超额收益为 2.06%，相对创业板指超额收益为 3.91%。

图1：主要指数全面下跌，沪深 300 跌幅最小-1.53%



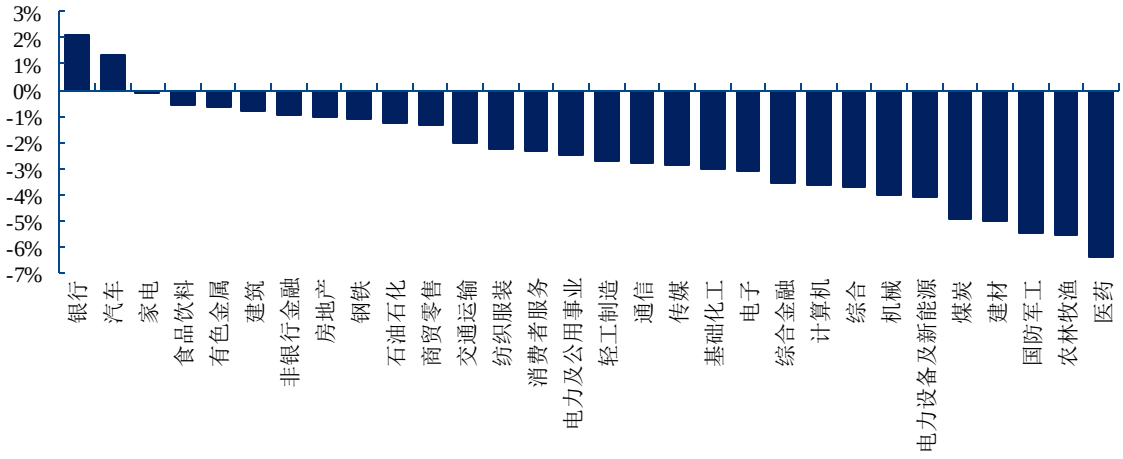
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 2：金融板块上涨 0.29%



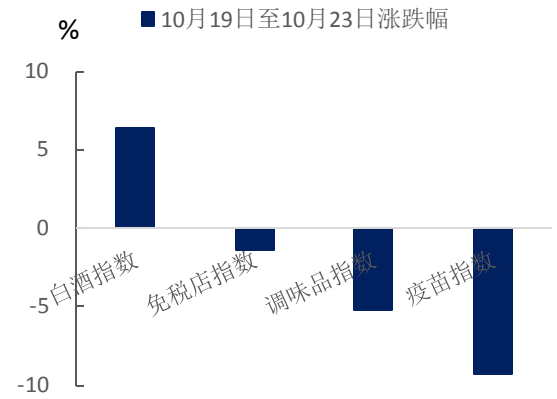
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 3：中信一级行业仅银行和汽车上周上涨



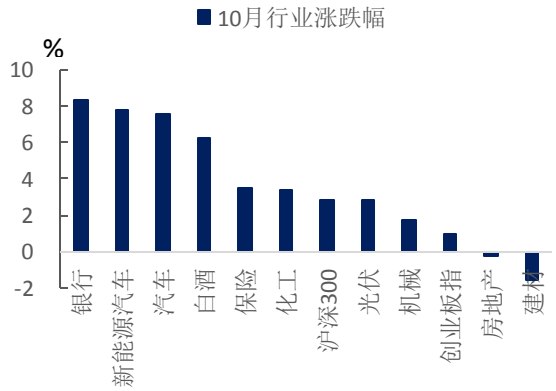
资料来源：wind、东兴证券研究所

图4：疫苗、调味品、免税上周均下跌



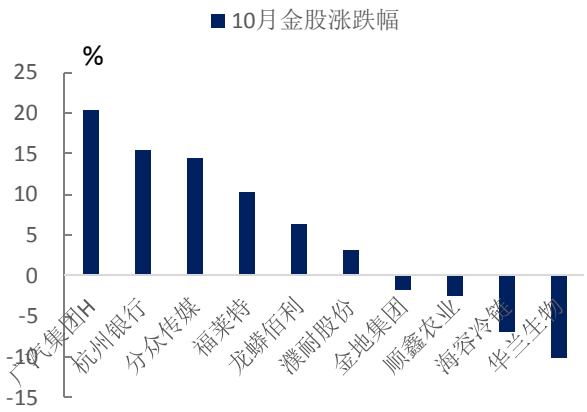
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 5：10 月推荐行业涨跌幅



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 6：10 月金股涨跌幅



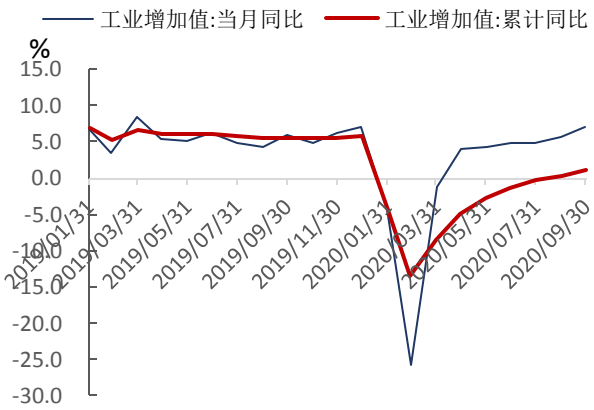
资料来源：wind、东兴证券研究所

2. 信用暂无收紧可能，市场对货币政策预期较实际更紧

市场开始担忧“紧货币”后是否出现“紧信用”，四季度存量资金博弈的环境下，低估值和顺周期的配置动力依然不足。第一、当前经济处于高速复苏阶段，货币政策已逐步开始收紧，市场担忧在此背景下，为防止经济过热，后续信用可能会收紧。第二、当前市场赚钱效应趋弱，存量资金博弈下，低估值和顺周期的配置动力依然不足。事实上，第二点的本质上是来自于投资者对第一点的担忧。

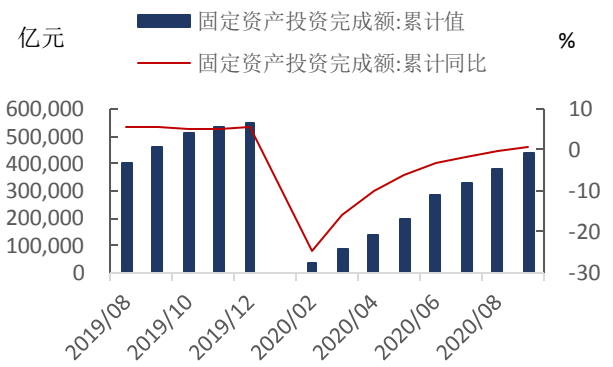
但我们认为信用暂无收紧的可能。第一、目前经济还处于结构性复苏的阶段，地产、基建是主要拉动项，消费还未恢复至疫情前水平。10 月 19 日，9 月经济数据公布：9 月工业增加值当月同比增 6.9%，预期增 5.8%，大幅超出市场预期，已基本恢复至疫情前水平。1-9 月固定资产投资完成额累计值同比上升 0.8%，预期 0.9%，略不及市场预期；房地产、基建仍是主要拉动力，但未来上行空间已有限。房地产开发投资增速略有放缓，累计同比从 8 月的 4.6%上升至 5.6%。9 月房地产新开工、竣工、销售面积增速全面下行，当月同比增速分别为-1.95%、-17.66%、7.24%，同时“三条红线”政策对房企融资端形成长期压力，各地也纷纷出台各类限制政策引导资金“脱实向虚”，支持实体经济，房地产投资进一步上升空间有限。基建投资 9 月同比全面下行，随本年度专项债发行基本完成，冬季将至，基建投资后续上行动能有限。

图 7：9 月工业增加值同比增速边际加速



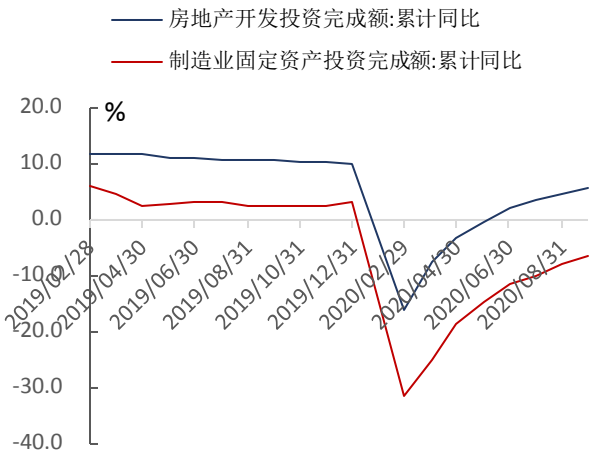
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 8：1-9 月固定资产投资完成额累计同比增 0.8%



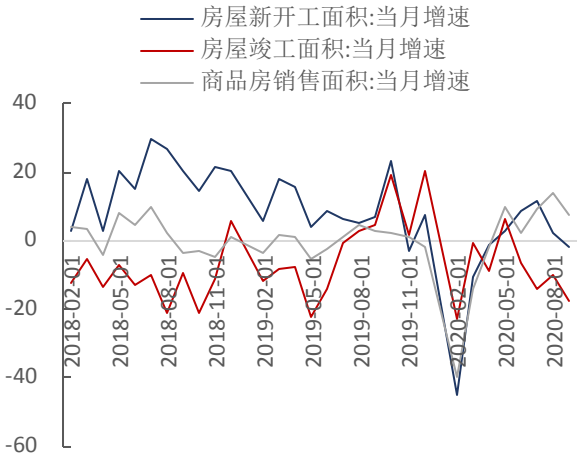
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 9：房地产投资恢复增速有所放缓



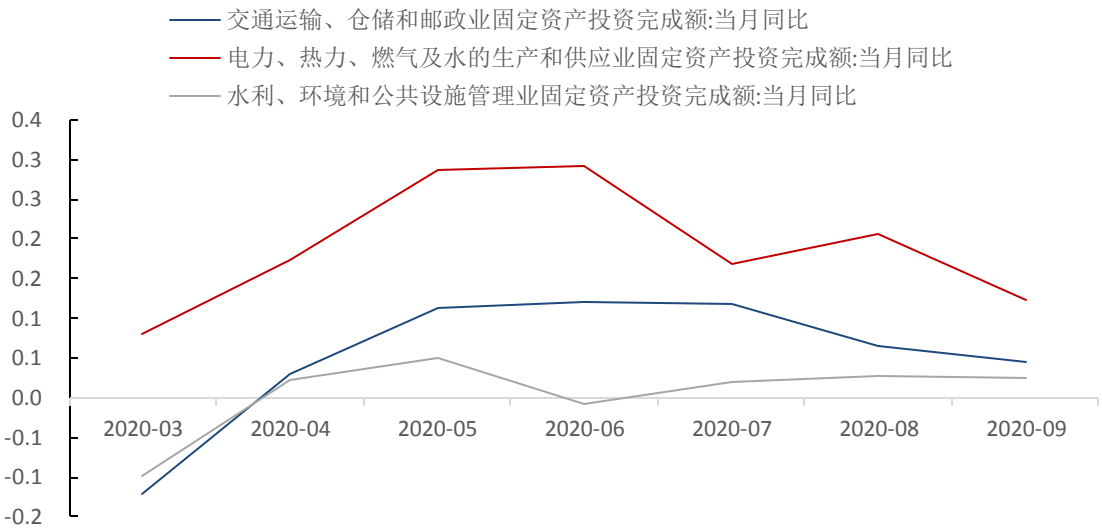
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 10：房地产新开工、竣工、销售面积增速全面下行



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 11：基建投资 9 月同比全面下行



资料来源：wind、东兴证券研究所

消费数据来看，9 月社会消费品零售总额当月同比增 3.3%，预期值 2.3%，前值 0.5%，消费数据大幅回暖，增速超出市场预期，但距离疫情前水平尚有不小距离，特别是餐饮收入当月同比仍未回正。酒店、景区、纺织服装、商贸零售等行业公司业绩 Q3 表现依旧较差，Q3 单季度归母净利润分别为-434.83%、-42.85%、-78.55%、-88.57%，受到常态化防控机制限制尚未摆脱疫情影响。居民人均可支配收入同比刚刚回正，三季度实际同比仅为 0.6%，与 2018 年以来 6%左右的正常水平尚有不小差距。央行三季度调查问卷显示，Q3 居民

储蓄意愿有较大幅度降低，由二季度的 52.9%下降至 50.4%，但居民消费意愿回升并不高，仅从 23.4%回升到 23.5%。经济并未完全复苏，消费为主要拖累项，政策拉动仍旧必要。

图 12：社消总额当月同比 3.3%，大超预期

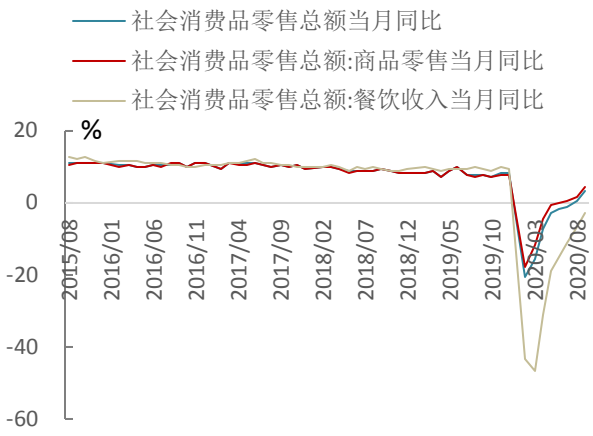
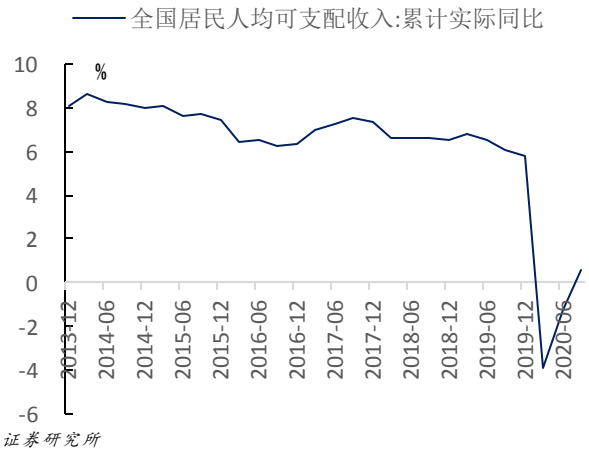


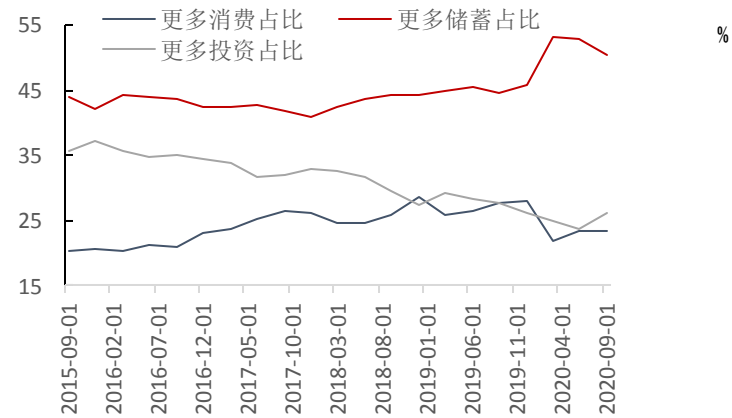
图 13：人均可支配收入远未恢复正常水平



资料来源：wind、东兴证券研究所

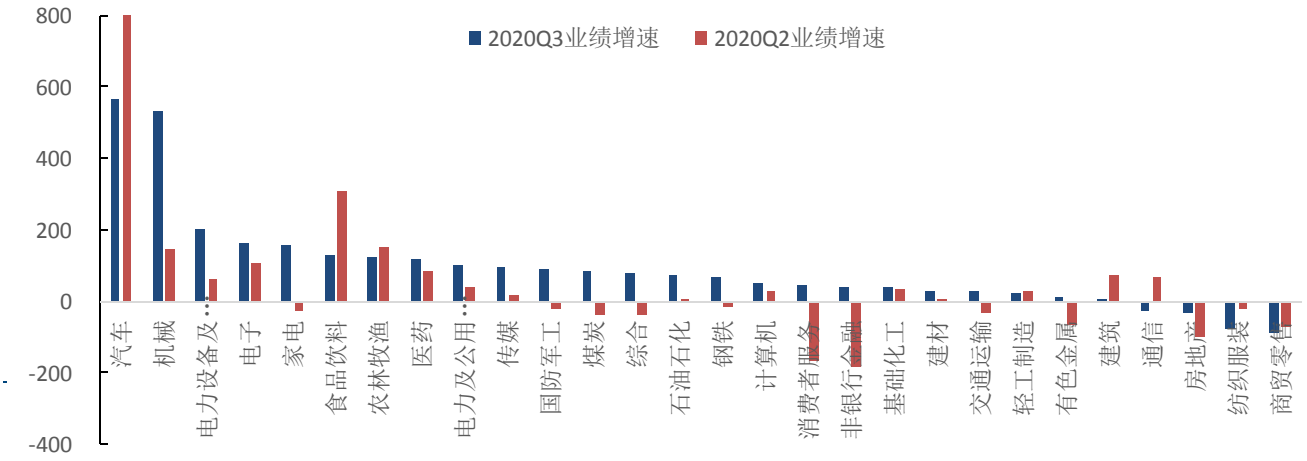
资料来源：wind、东兴证券研究所

图 14：居民消费意愿恢复迟缓



资料来源：wind、东兴证券研究所

图 15：纺织零售、商贸社服 Q3 业绩表现较弱



资料来源：wind、东兴证券研究所

第二、市场担忧的“过热”短时期不会出现，CPI、PPI 同比或因基数原因上升，但不会构成政策边际收紧的原因；9 月 CPI 增速由 8 月的 2.4%回落至 1.7%，跌幅超过市场预期，9 月 PPI 结束连续 3 个月的回升趋势，同比小幅下降 0.1%至-2.1%。CPI、PPI 同比的上升可能是因为基数问题，预计不会构成政策边际收紧的原因。

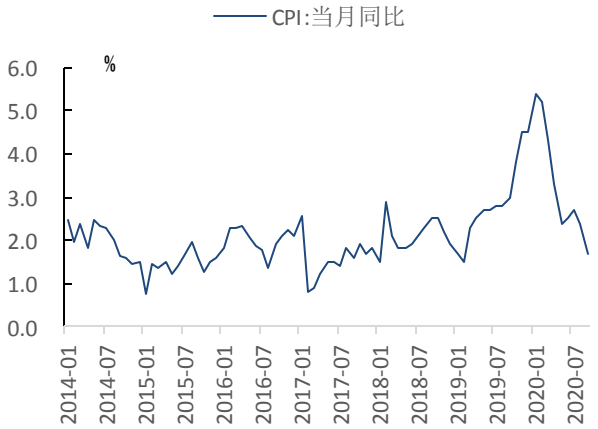
第三、央行表态进一步确认信用增速处于合理区间；中国央行调查统计司司长阮健弘 14 日在发布会上表示：今年前三季度中国信贷和社融增速合理增长，还没到偏快增长的状况。今年受疫情影响，宏观杠杆率会出现阶段性上升。我们当前面临特殊情况，宏观杠杆率提升适应宏观政策，是支持疫情防控和国民经济恢复的一个体现。应当允许宏观杠杆率阶段性上升，扩大对实体经济的信用支持。

图 16：9 月 PPI 回升趋势短期受挫，9 月同比-2.1%



资料来源：wind、东兴证券研究所

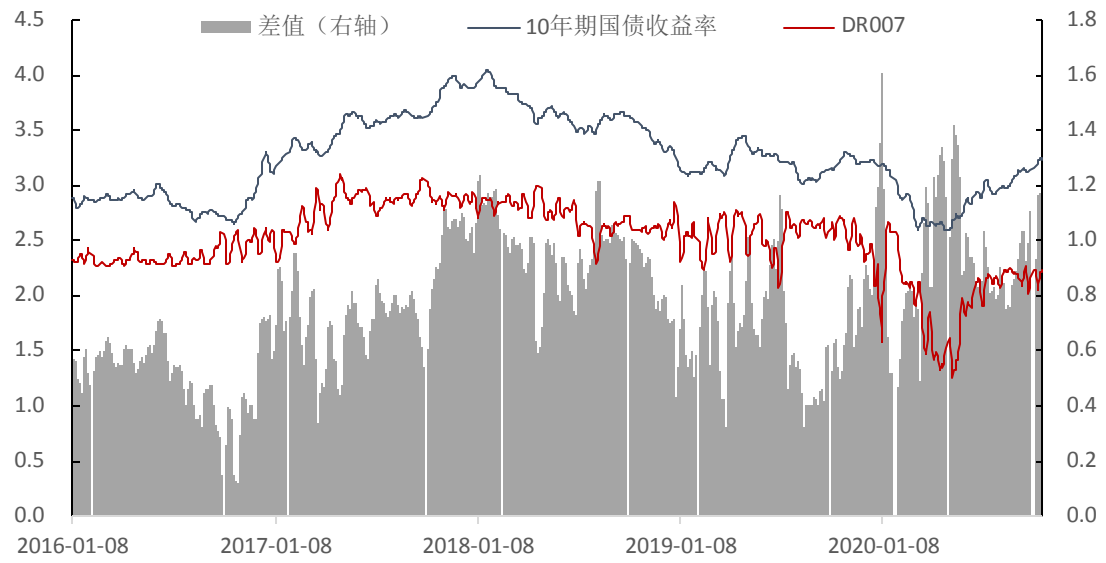
图 17：CPI 同比 9 月继续回落



资料来源：wind、东兴证券研究所

从十年期国债收益率与 DR007 利差水平来看，金融市场交易者对货币政策的预期比货币政策实际水平更紧。政策收紧的预期会逐步修正，宽信用推动经济复苏斜率加速尚未反映在目前的定价中。当前，10 年期国债收益率与 DR007 约为 100 个 bp，高于历史平均水平的约 60bp，反映出市场上交易者对于货币政策的预期比货币政策实际的水平更趋紧。我们预计，政策收紧的预期会逐步修正。同时，我们也注意到，宽信用推动经济复苏斜率加速尚未反映在目前的定价中。

图 18：10 年期国债收益率与 DR007 利差约为 100 个 bp



资料来源：wind、东兴证券研究所

3. 从估值驱动转向盈利驱动的趋势已确立，顺势而为布局低估值和顺周期

从估值驱动转向盈利驱动的趋势已确立，顺势而为布局低估值和顺周期。基于我们对三季报的业绩预告跟踪来看，三季报延续回暖趋势且回暖速度较之中报进一步加快，三季报各板块预喜率均高于中报，全部 A 股（非金融）前三季度归母净利润增速达 35.89%，年内首次由负转正。三季度复苏速率进一步加快，Q3 单季度归母净利润增速从 Q2 的-0.39%上升到 65.22%，中游制造依旧是最大的亮点，汽车、机械、电力设备及新能源行业 Q3 单季度归母净利润增速分别达到 563.84%、533.84%和 203.22%。消费中食品饮料回暖最快，Q3 单季度净利润增速达到 131.71%。配置上继续延续两条主线布局：低估值中优选银行、保险和地产；顺周期中筛选机械、汽车和化工。此外，三季报业绩大幅改善且估值处于相对低位的细分领域也具备配置价值。

4. 十四五规划窗口临近，中长期关注十四五规划催化的主题

十九届五中全会将于 10 月 26 日至 10 月 29 日召开，“十四五”规划纲要将发布。我们 10 月 18 日的报告《红十月确认，关注“十四五规划”主题》中提出，“内循环”或成“十四五”期间重点发展方向，“科技+消费”内循环尤为重要。疫情中消费受冲击最严重且复苏缓慢，急需政策拉动。众多中国科技企业受到美国制裁，高端科技普遍面临“卡脖子”困境，国产替代势在必行，国防投入需进一步加大，高利润的高端制造领域也急需抢占。当前“十四五”规划编制进程来看，一些行业列为重点发展已较明确，包括光伏、军

工、第三代半导体、新能源汽车、生物医药等。从十三五经验来看，五年规划的主题投资一般在 1 个月时间段内就会有明显反应。中长期来看，可以关注十四五规划催化的主题。

5. 风险提示

行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526